

최근 비트코인 하락 국면 점검

키움증권 리서치센터 투자전략팀 | 2026년 2월 9일
디지털자산/원자재 심수빈 | sb.shim@kiwoom.com
디지털자산 김현정 | hyun.k@kiwoom.com

〈Summary〉

- 비트코인은 2025년 10월 최고가를 기록한 이후 점진적으로 하락. ETF 자금 유입 약화, 반감기 이후 1년 이상 경과됨에 따라 상승 사이클 종료 우려가 높아진 영향
- 과거 가격 사이클을 고려할 때 추가 하락 가능성 열어둘 필요. 현재 급락 이후 반등세를 보이고 있으나, 추세적으로 상승이 이어지기 보다는 단기 반등에 그칠 것으로 전망
- 비트코인 약세가 이어지며 스트래티지 주가가 하락한 가운데, mNAV 축소, 비트코인 가격의 평균 매입단가 하회로 시장 내 스트래티지 발(發) 매도 우려 확산
- 다만, 비트코인 담보 부채 · 장기 부채 구조 · ATM 자금조달 여력 등을 고려할 때 동사의 단기적인 비트코인 매도 가능성은 제한적이며, 당분간 보유 전략을 유지할 것으로 판단

◆ 비트코인 추가 약세에 대한 경계감 지속

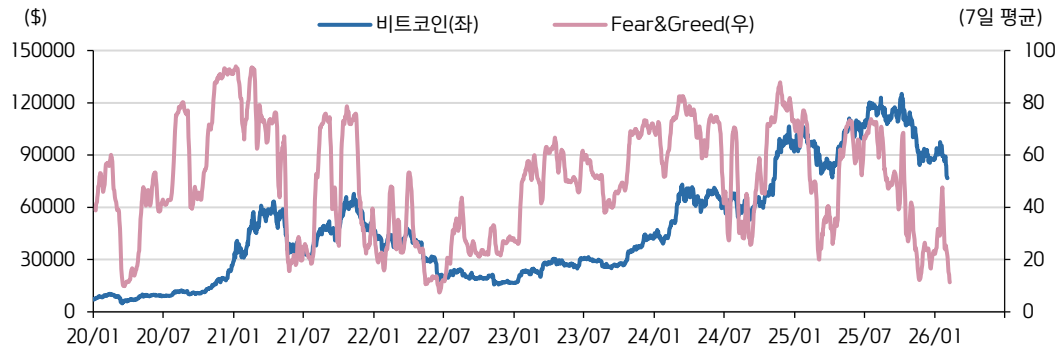
비트코인은 2025년 10월 사상 최고치(\$125,260.8, Bloomberg 기준) 기록한 이후 점진적으로 하락했다. 특히 2026년 1월 말 이후에는 두 차례의 비트코인 가격 급락이 발생하면서, 2월 5일 비트코인은 60,000달러 초반선까지 내려오기도 했다.

최근 비트코인 가격 급락 요인은 크게 두 가지로 나누어 살펴볼 수 있다. 우선 매크로 여건의 영향을 받은 것으로 보인다. 케빈 워시 전 연준 이사의 미 연준 의장 지명 소식이 전해지면서, 향후 미 연준의 통화정책이 매파적으로 전환될 것이라는 우려가 높아졌기 때문이다. 동기간 디베이스먼트 트레이드(Debasement Trade)테마로 같이 묶였던 금과 은 가격 또한 급락했다는 점도 이를 뒷받침하는 사례로 볼 수 있다.

다만, 비트코인 약세는 지난해 말부터 시작되었고, 특히, 2월 5일 급락 시점에는 금 가격 하락 폭이 상대적으로 제한되는 모습이 나타나면서 최근 비트코인 약세가 단순한 거시 환경 요인만으로 설명되기 어려운 부분도 존재한다. 실제로 전반적인 가격 흐름에 가상자산 시장의 내부 요인도 영향을 주었다. 과거 가격 사이클을 살펴보면, 비트코인은 반감기 이후 약 12~18개월 내 고점을 형성한 뒤 일정 기간 조정 국면을 거치는 패턴이 반복되어 왔기 때문이다.

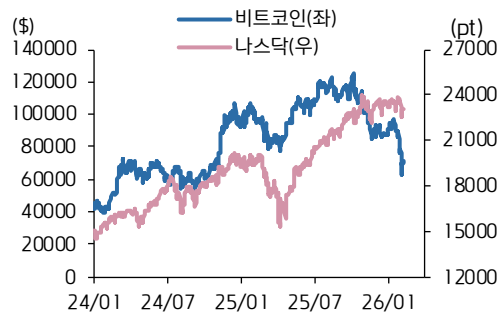
이런 가운데 미국의 비트코인 현물 ETF 수급도 투자 심리에 부정적인 영향을 주었을 것으로 보인다. 2024년 1월 비트코인 현물 ETF 승인 이후 2024년부터 2025년 중반까지 비트코인 현물 ETF를 통해 대규모 자금이 유입되었고, 이 과정에서 비트코인 가격 또한 역사적 고점을 수시로 넘어섰다. 그러나 2025년 11월부터 2026년 1월까지 ETF에서 자금이 유출되고 있다.

비트코인과 가상자산 투자심리지수 변화



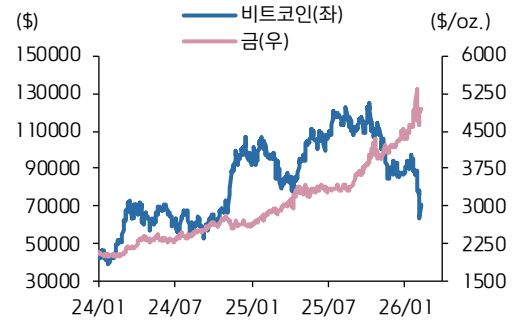
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

비트코인과 나스닥



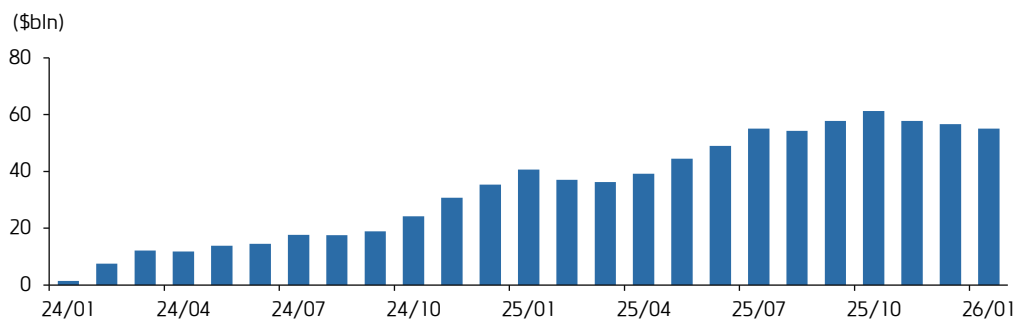
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

비트코인과 금



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 비트코인 현물 ETF 누적 순유입액 추이



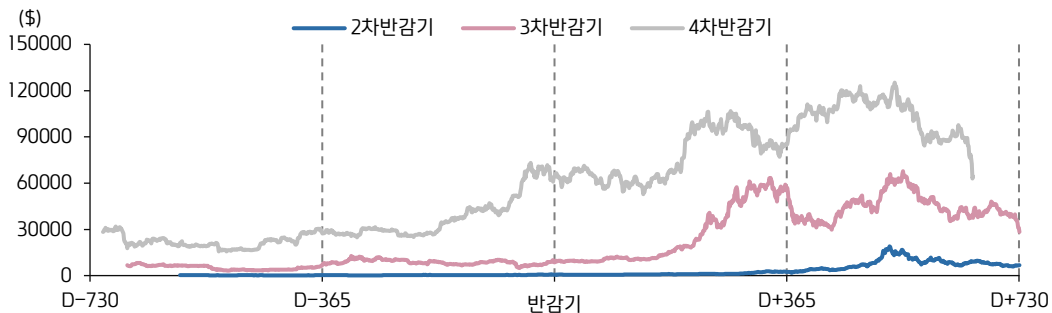
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

비트코인 가격은 급락이후 반등하여 현재 70,000달러 내외에서 등락을 이어가고 있기는 하나, 가상자산 시장에서는 투자 심리를 나타내는 공포·탐욕 지수는 여전히 극단적 공포 구간을 유지하고 있다. 과거 가격 사이클을 보면, 비트코인은 고점 형성 이후 약 70% 이상의 가격 조정이 발생했던 만큼, 추가 하락 가능성을 열어둘 필요가 있다.

향후 시장의 관심은 대규모 매도 물량 출회 여부에 집중할 가능성이 높다. 현재 ETF와 상장기업이 비트코인 최대발행량의 12%를 보유하는 가운데, 최근 가격 조정으로 현재 비트코인 가격은 주요 비트코인 보유 기관들의 평균 매입 단가를 하회하기 때문이다. 만약 이러한 흐름이 장기간 이어질 경우 주요 기관의 매도 가능성에 대한 우려는 수시로 부각될 수 있다. 실제 대규모 매도 물량 출회 가능성은 낮아 보이지만, 경계감은 지속될 것으로 예상된다. 이는 당분간 비트코인이 매크로 환경에 더욱 민감하게 반응할 수 있다는 점을 시사한다. 이에 금리 수준, 글로벌 유동성 여건, 달러 흐름, 금융시장 내 투자 심리 변화는 당분간 비트코인 가격 흐름의 주요 변수로 작용할 수 있다.

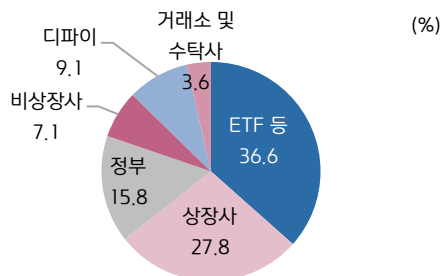
물론 단기간 내 가격이 급락했던 만큼, 반등 가능성은 열어 둘 필요가 있다. 그러나 과거 가격 흐름, 2024~2025년 비트코인 강세를 견인했던 ETF 자금 유입 둔화 등을 고려했을 때 추세적 상승으로 연결되기 보다는 단기 반등에 그칠 것으로 전망한다.

반감기 전후 비트코인 가격 추이



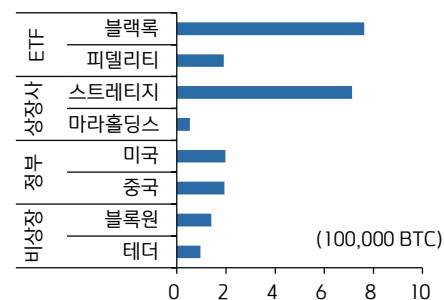
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

비트코인 보유 주체별 비중



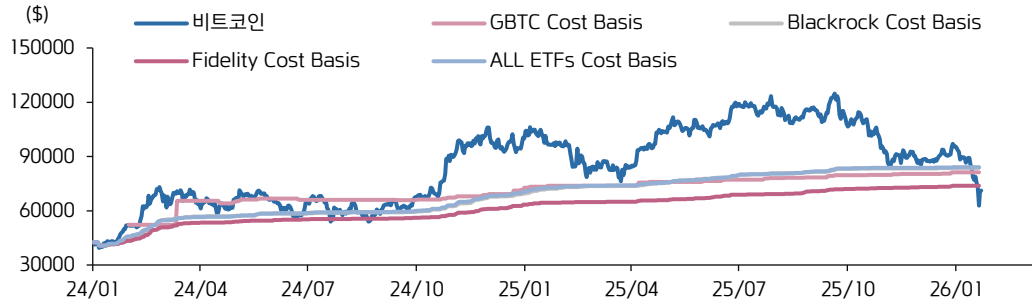
자료: bitcointreasuries.net, 키움증권 리서치센터.

주체별 상위 보유 기관의 비트코인 보유량



자료: BitBO, 키움증권 리서치센터.

미국 비트코인 현물 ETF의 비트코인 취득 원가와 비트코인 가격 추이



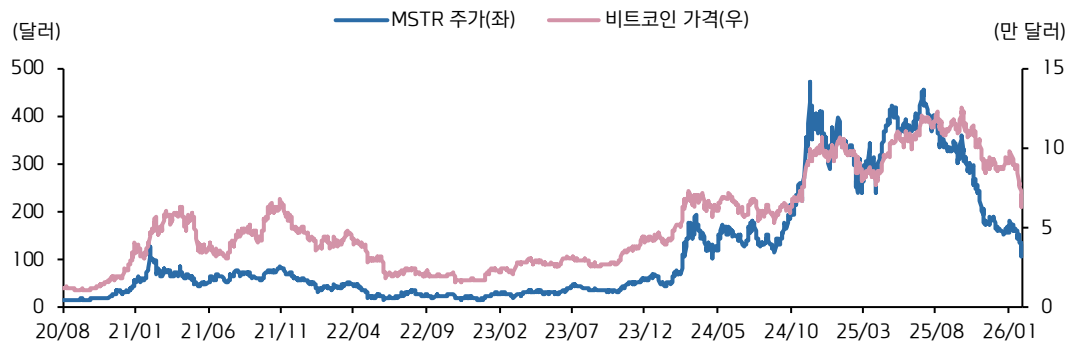
자료: Glassnode, 키움증권 리서치센터.

◆ 스트래티지(MSTR)의 비트코인 매도 가능성, 낮을 것으로 예상

최근 가상자산 시장 약세 흐름이 지속되면서 대규모 비트코인 보유 전략을 유지하고 있는 스트래티지(Stratagy, MSTR)의 주가 역시 동반 하락하고 있다. 스트래티지는 기업 재무구조 전반을 활용해 2020년 이후 지속적으로 비트코인을 매입해 온 대표적인 ‘비트코인 트레저리(Bitcoin Treasury)’ 기업으로, 주가가 사실상 비트코인 가격에 높은 민감도를 보여왔다.

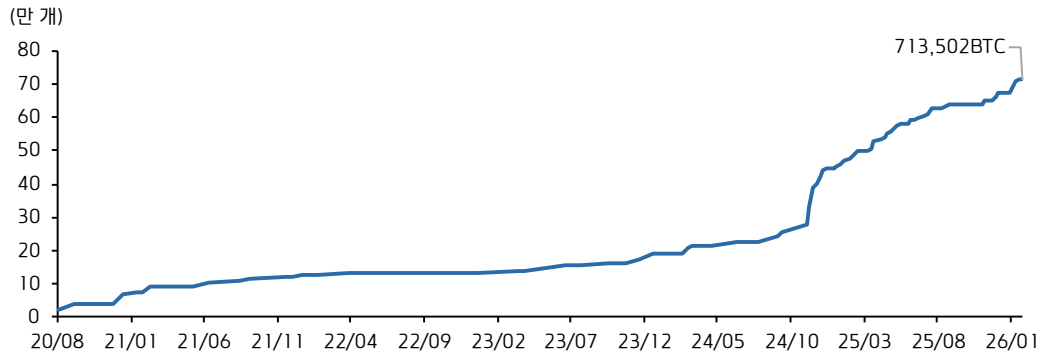
실제로 지난해 비트코인 가격 하락이 본격화된 2025년 11월 이후 동사 주가 역시 뚜렷한 조정을 받았다. 다만 하락 폭에는 차이가 존재한다. 같은 기간 비트코인이 약 37%(\$10,377(2025.11.01) → \$69,203(2026.02.08))가 하락하였다면 스트래티지 주가는 약 50% 하락(\$269 → \$135)하며 비트코인 대비 약 10% 이상 큰 하락율을 기록하였다. 이를 통해 스트래티지 주가가 비트코인에 연동되어 움직였지만, 변동 폭이 더욱 높았다는 점을 확인할 수 있다.

스트래티지(MSTR) 주가 변화와 비트코인 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

스트래티지(MSTR)의 비트코인 보유 물량 변화



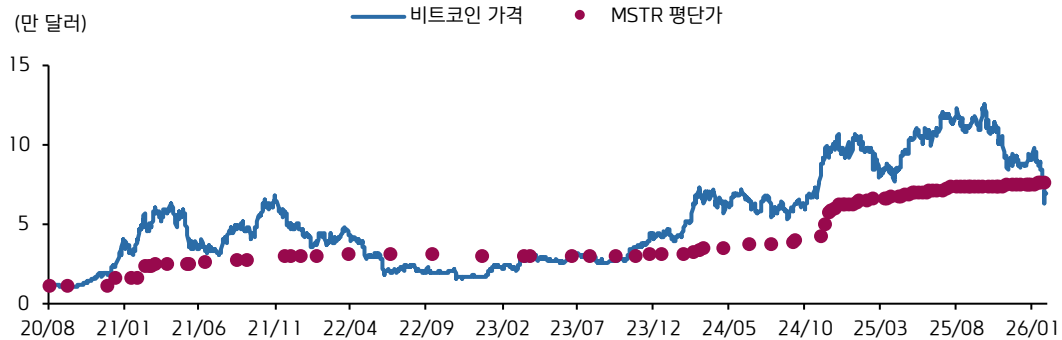
자료: 스트래티지(MSTR), 키움증권 리서치센터

이러한 모습은 스트래티지의 주요 밸류에이션 지표인 mNAV(multiple of Net Asset Value)의 하락과 연결된다. mNAV는 ‘기업 시가총액이 보유 비트코인 등 순자산가치 대비 몇 배 수준에서 거래되는지’를 나타내는 지표이다. 따라서 비트코인 강세장에서는 기업의 순 자산가치 확대와 자본조달 능력 개선, 추가 매입, 추후 비트코인 가격 상승 기대에 따른 주가 상승 가능성 등이 반영되며 mNAV도 확대된다. 반대로 비트코인 약세장에서는 스트래티지 주가의 급격한 하락으로 시가총액이 빠르게 감소하면서 mNAV는 축소된다. 2026년 2월 8일 기준 스트래티지의 mNAV는 1.20으로 1이상을 기록하고 있어, 아직은 주가가 기업의 순자산가치 대비 높게 유지되고 있는 상태이다. 다만, 비트코인 약세장이 장기화될 경우 mNAV가 1이하로 하락할 가능성도 배제하기 어렵다.

과거 CEO 폰 레(Phong Le)는 인터뷰에서 “주가가 기업가치 대비 순자산가치 이하로 거래되고(mNAV<1) 동시에 외부 자본 조달이 어려워질 경우 최후의 수단으로 비트코인 매도를 고려할 수 있다.”라고 언급한 바 있어, 시장은 mNAV 지표 변화에 민감하게 반응하는 모습이다. 이에 따라, 비트코인 가격 하락 → 스트래티지 주가 하락 → mNAV 축소 → 스트래티지 발 대규모 매도 우려 확대 → 비트코인 가격 추가 하락 사이클이 형성되고 있는 것으로 보인다.

더욱이 비트코인 가격은 2024년 10월 이후 처음으로 7만 달러를 하회하며, 6만 달러 후반에서 7만 달러 초반에서 거래되고 있다. 이는 2026년 2월 8일 기준 스트래티지의 비트코인 평균 매수 단가인 7만 6052달러 대비 10% 이상 낮은 수준으로, 동사의 보유 비트코인 전체가 미실현손실 구간에 진입한 상태이다. 이와 같은 상황은 스트래티지 발(發) 매도 물량 출회 가능성에 대한 시장 우려를 확대시키는 요인으로 작용하고 있다.

비트코인 가격과 스트래티지의 비트코인 평균 매수 단가 변화



자료: Bloomberg, 스트래티지(MSTR), 키움증권 리서치센터

다만, 시장의 우려와 달리 현 시점에서 스트래티지가 비트코인을 매도할 가능성은 제한적이라고 판단한다. 우선 동사는 비트코인 매입 자금을 전환사채와 우선주를 통해 조달해 왔으며, 비트코인을 담보 자산으로 활용하지 않고 있다. 이에 따라 가격 하락에 따른 강제 매도 리스크가 존재하지 않는다. 물론, 전환사채 조기상환을 위해서 비트코인 매도 가능성을 배제할 수는 없지만, 해당 상환일자가 2027년 하반기 이후로 예정되어 있어 단기적으로 비트코인을 매각해 자금을 확보할 유인 역시 크지 않다.

또한, 동사는 2025년부터 전환사채 대신 ATM(At-The-Market) 프로그램을 도입해 자금 조달 수단을 다변화하였다. ATM은 SEC에 사전 등록된 증권을 회사 재량에 따라 시장 가격으로 수시 매각할 수 있도록 설계된 구조로 자산 확보에 유리하다. 결국 스트래티지는 비트코인 매도 없이도 현금성 자산을 확보할 수 있는 대체 조달 경로를 구축하였다고 볼 수 있다.

스트래티지(MSTR)의 전환사채 발행 이력

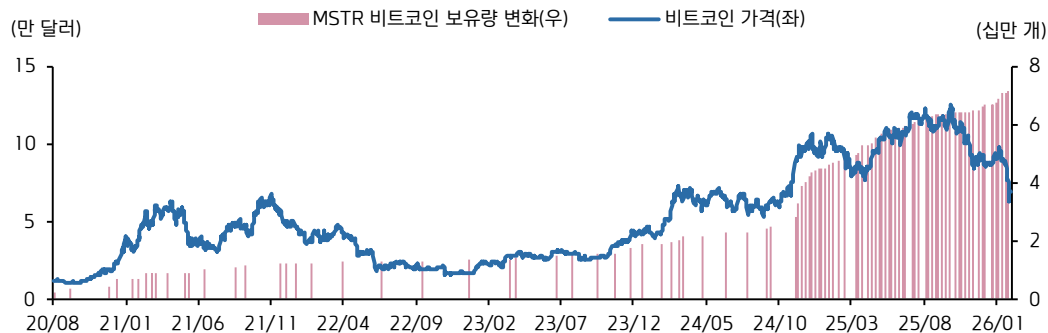
명칭	발행일	가격(\$)	조기상환일	상환일	발행규모(\$M)
Convert 2028	2024-09-20	122.89	2027-09-16	2028-09-16	1,010
Convert 2029	2024-11-22	82.37	2028-06-02	2029-12-02	3,000
Convert 2030 A	2024-03-09	134.28	2028-09-16	2030-03-16	800
Convert 2030 B	2025-02-22	88.42	2028-03-02	2030-03-02	2,000
Convert 2031	2024-03-19	106	2028-09-16	2031-03-16	604
Convert 2032	2024-06-18	114.76	2029-06-16	2032-06-16	800
Convert 2028	2024-09-20	122.89	2027-09-16	2028-09-16	1,010

자료: 스트래티지(MSTR), 키움증권 리서치센터

물론, 가상자산 시장 전반의 투자심리 위축에 따른 비트코인 가격 약세와 스트래티지 주가 조정은 당분간 지속될 수 있다. 이에 따라 동사의 비트코인 매입 속도 역시 둔화될 가능성이 존재한다. 실제로 2025년 8월 스트래티지가 공개한 'MSTR Equity Guidance'에 따르면 mNAV가 2.5~4.0배 구간에서만 비트코인 매수를 위한 자금조달을 공격적으로 진행하는 구조임이 명시되어 있다. 과거 크립토윈터(Crypto Winter)로 불린 2022년에서도 동사의 비트코인 매수 둔화 흐름이 관찰된다. 그럼에도 불구하고 당시에 스트래티지 발(發) 대규모 비트코인 매도 물량은 출현되지 않았다.

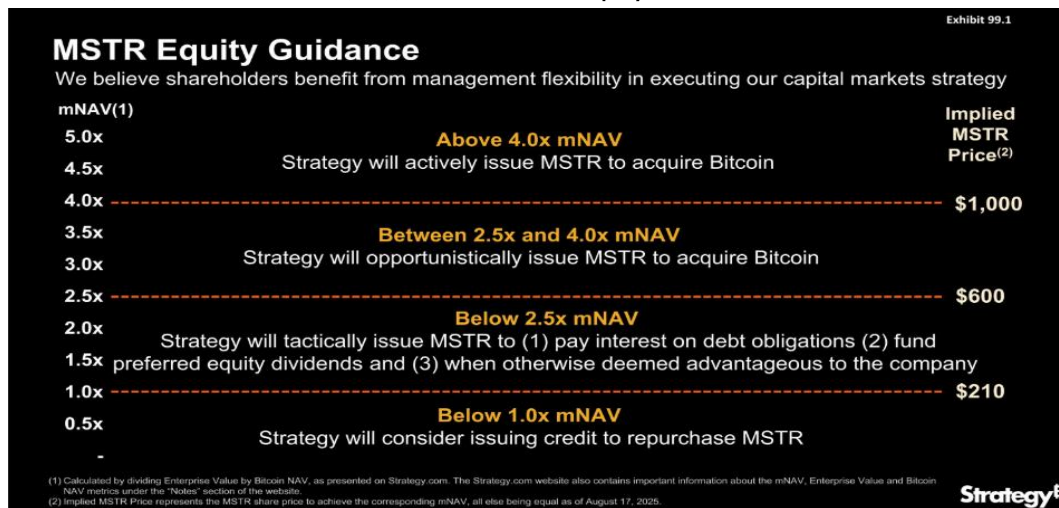
이러한 점을 종합해보았을 때, 현재 스트래티지의 비트코인 담보 부채, 장기 부채 구조, ATM 프로그램을 통한 추가 자금 조달 여력 등 장치를 보유하고 있는 가운데 단기적인 매도 압력은 제한적이라고 볼 수 있다. 더욱이 동사는 2026년 2월 2일 비트코인 855개를 추가 매수했다는 소식을 알렸으며, 마이클 세일러(Michael Saylor) 회장 역시 장기 보유 전략을 재확인한 바 있다. 결론적으로 현 상황에서 스트래티지의 비트코인 매도 가능성은 낮다고 판단되며, 이에 대한 시장 우려 역시 점진적으로 완화될 것으로 보인다.

스트래티지(MSTR) 비트코인 보유량과 비트코인 가격 변화



자료: Bloomberg, 스트래티지(MSTR), 키움증권 리서치센터

스트래티지(MSTR) SEC 제출 문서(8-K)에 포함된 MSTR Equity Guidance



자료: 스트래티지(MSTR)

〈Compliance Notice〉

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

〈고지사항〉

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.